



## 增持(维持)

所属行业: 食品饮料/饮料制造  
当前价格(元): 13.45

### 证券分析师

熊鹏

资格编号: S0120522120002

邮箱: xiongpeng@tebon.com.cn

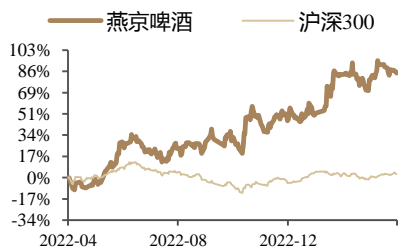
韦香怡

资格编号: S0120522080002

邮箱: weixy@tebon.com.cn

### 研究助理

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	8.29	0.45	24.08
相对涨幅(%)	3.88	0.94	25.72

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

### 相关研究

- 《燕京啤酒: U8 销量稳步攀升, 改革取得积极成效》, 2023.4.18
- 《燕京啤酒三季报业绩点评: 疫情带来短期扰动, 全年业绩高增速值得期待》, 2022.10.28
- 《燕京啤酒半年报点评: 收入符合预期, 产品结构持续升级, 期待 U8 放量》, 2022.8.27
- 《燕京啤酒(000729.SZ) 21 年报 & 22Q1 业绩点评: 业绩符合预期, 管理层靴子落地》, 2022.5.1

### 股票数据

总股本(百万股):	2,818.54
流通 A 股(百万股):	2,509.56
52 周内股价区间(元):	6.59-14.19
总市值(百万元):	37,909.35
总资产(百万元):	22,367.64
每股净资产(元):	4.79

资料来源: 公司公告

# 燕京啤酒(000729.SZ): 改革成效显著, 盈利改善逐步兑现

### 投资要点

- 事件: 公司发布 2023 年一季度报告。**2023Q1 公司实现营业收入 35.26 亿元, 同比+13.74%; 实现归母净利润 0.65 亿元, 同比+7373.28%; 实现扣非归母净利润 0.56 亿元, 22Q1 实现扣非归母净利润-0.25 亿元, 23Q1 同比扭亏为盈。
- 23 年首季实现开门红, 盈利能力持续改善。**(1) 23Q1 公司实现啤酒销量 96.31 万千升, 同比增长 12.8%, 吨酒价格/吨酒成本分别同比约+0.8%/-2.6%。23Q1 单季度毛利率为 36.78%, 同比提升 2.24pct, 我们判断主要受益于产品结构的优化、成本压力的缓解与生产端效率提升。(2) 从费用端来看, 公司 2023 年第一季度销售/管理/财务费用率分别为 12.5%/12.0%/-1.2%, 同比 +0.6pct/-1.3pct/-0.1pct。Q1 销售费用率有所提升, 我们判断系消费场景逐步恢复后公司加大促销推广与持续培育大单品所致; 管理费用率下滑主要系公司内部改革成效的体现。(3) 2023Q1 公司归母净利率达到 1.83% (同比提升 1.80pct), 盈利能力大幅改善。
- 改革红利不断释放, 展望全年业绩可期。**公司新管理层上任后改革思路清晰, 通过构建“1+5+N”总部全新组织架构, 积极推进降本增效举措, 2023 年 3 月以来公司控股股东挂牌拟转让曲阜三孔、莱州和长沙三家子公司股权, 产能优化步伐加快, 利润弹性可期。2022 年公司大单品 U8 销量增速超 50%, 带动产品结构升级与 ASP 提升, 23 年在全链路营销下有望随市场区域扩张与渠道拓展保持较快增长; 同时公司持续发力中高端, 2022 年 9 月总部精酿中心竣工投产, 标志着北京、广西两大精酿啤酒生产基地布局构成, 成为高端品牌与产品快速孵化的生产基地, 高端化战略推进有序。
- 投资建议:** 燕京啤酒在内部改革红利逐步兑现下吨酒价格与盈利能力均有较大提升空间, 我们维持此前盈利预测, 预计公司 2023-2025 年分别实现营收 145.93/159.04/171.55 亿元, 同比+10.5%/+9.0%/+7.9%, 实现归母净利润 6.04/8.54/10.97 亿元, 同比 +71.4%/+41.4%/+28.5%, EPS 分别为 0.21/0.30/0.39 元, 对应 PE 分别为 62.8x/44.4x/34.9x, 维持“增持”评级。
- 风险提示:** 产品结构升级不及预期; 市场高端化竞争加剧; 原材料成本持续上涨; 改革成效不及预期等。

### 主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	11,961	13,202	14,593	15,904	17,155
(+/-)YOY(%)	9.4%	10.4%	10.5%	9.0%	7.9%
净利润(百万元)	228	352	604	854	1,097
(+/-)YOY(%)	15.8%	54.5%	71.4%	41.4%	28.5%
全面摊薄 EPS(元)	0.08	0.12	0.21	0.30	0.39
毛利率(%)	38.4%	37.4%	39.2%	40.8%	42.1%
净资产收益率(%)	1.7%	2.6%	4.3%	5.7%	6.9%

资料来源: 公司年报(2021-2022), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润



## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	0.13	0.21	0.30	0.39
每股净资产	4.76	4.98	5.28	5.67
每股经营现金流	0.61	0.41	0.62	0.67
每股股利	0.08	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	84.96	62.80	44.40	34.85
P/B	2.23	2.70	2.57	2.39
P/S	2.90	2.60	2.38	2.21
EV/EBITDA	19.45	23.75	16.84	12.72
股息率%	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	37.4%	39.2%	40.8%	42.1%
净利润率	4.2%	6.4%	8.4%	10.0%
净资产收益率	2.6%	4.3%	5.7%	6.9%
资产回报率	1.7%	2.8%	3.6%	4.3%
投资回报率	2.7%	5.2%	6.9%	8.2%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	10.4%	10.5%	9.0%	7.9%
EBIT 增长率	51.5%	100.2%	45.8%	29.6%
净利润增长率	54.5%	71.4%	41.4%	28.5%
偿债能力指标				
资产负债率	31.1%	30.6%	30.4%	29.0%
流动比率	1.7	1.9	2.0	2.2
速动比率	1.0	1.1	1.3	1.5
现金比率	1.0	1.1	1.2	1.5
经营效率指标				
应收帐款周转天数	5.2	5.2	5.2	5.2
存货周转天数	175.5	175.5	175.5	175.5
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7
固定资产周转率	1.6	1.8	2.0	2.2

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	352	604	854	1,097
少数股东损益	197	337	477	613
非现金支出	844	308	310	312
非经营收益	-73	-75	-91	-99
营运资金变动	398	-8	198	-43
经营活动现金流	1,718	1,166	1,748	1,880
资产	-415	-111	-117	-123
投资	-249	-70	-50	-40
其他	-1,337	46	50	54
投资活动现金流	-2,001	-135	-117	-109
债权募资	300	0	0	0
股权募资	0	0	0	0
其他	-298	-12	-12	-12
融资活动现金流	2	-12	-12	-12
现金净流量	-282	1,019	1,619	1,759

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 20 日  
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	13,202	14,593	15,904	17,155
营业成本	8,259	8,879	9,422	9,934
毛利率%	37.4%	39.2%	40.8%	42.1%
营业税金及附加	1,153	1,281	1,396	1,506
营业税金率%	8.7%	8.8%	8.8%	8.8%
营业费用	1,634	1,740	1,846	1,960
营业费用率%	12.4%	11.9%	11.6%	11.4%
管理费用	1,413	1,484	1,552	1,616
管理费用率%	10.7%	10.2%	9.8%	9.4%
研发费用	236	261	285	307
研发费用率%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%
EBIT	501	1,002	1,461	1,895
财务费用	-153	-80	-95	-119
财务费用率%	-1.2%	-0.5%	-0.6%	-0.7%
资产减值损失	-90	0	0	0
投资收益	42	46	50	54
营业利润	692	1,176	1,659	2,125
营业外收支	3	0	0	0
利润总额	695	1,176	1,659	2,125
EBITDA	1,242	1,310	1,771	2,206
所得税	146	235	329	414
有效所得税率%	20.9%	20.0%	19.8%	19.5%
少数股东损益	197	337	477	613
归属母公司所有者净利润	352	604	854	1,097

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	6,110	7,129	8,748	10,507
应收账款及应收票据	194	231	226	267
存货	4,141	4,515	4,670	5,015
其它流动资产	361	308	523	438
流动资产合计	10,806	12,183	14,167	16,226
长期股权投资	573	573	573	573
固定资产	8,050	7,931	7,820	7,715
在建工程	58	58	58	58
无形资产	894	865	837	810
非流动资产合计	9,888	9,733	9,593	9,461
资产总计	20,695	21,916	23,761	25,688
短期借款	300	300	300	300
应付票据及应付账款	1,658	1,623	1,858	1,812
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	4,274	4,589	4,868	5,130
流动负债合计	6,232	6,512	7,026	7,242
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	197	197	197	197
非流动负债合计	197	197	197	197
负债总计	6,429	6,709	7,223	7,439
实收资本	2,819	2,819	2,819	2,819
普通股股东权益	13,426	14,029	14,883	15,981
少数股东权益	840	1,177	1,655	2,268
负债和所有者权益合计	20,695	21,916	23,761	25,688

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

熊鹏，德邦证券大消费组组长&食品饮料首席分析师，上海交通大学及挪威科技大学双硕士。全面负责食品饮料行业各板块的研究，6年行业研究经验，2022年卖方分析师水晶球奖公募榜单上榜。曾任职于西部证券、国信证券、安信证券等，2022年12月加入德邦证券研究所。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。